

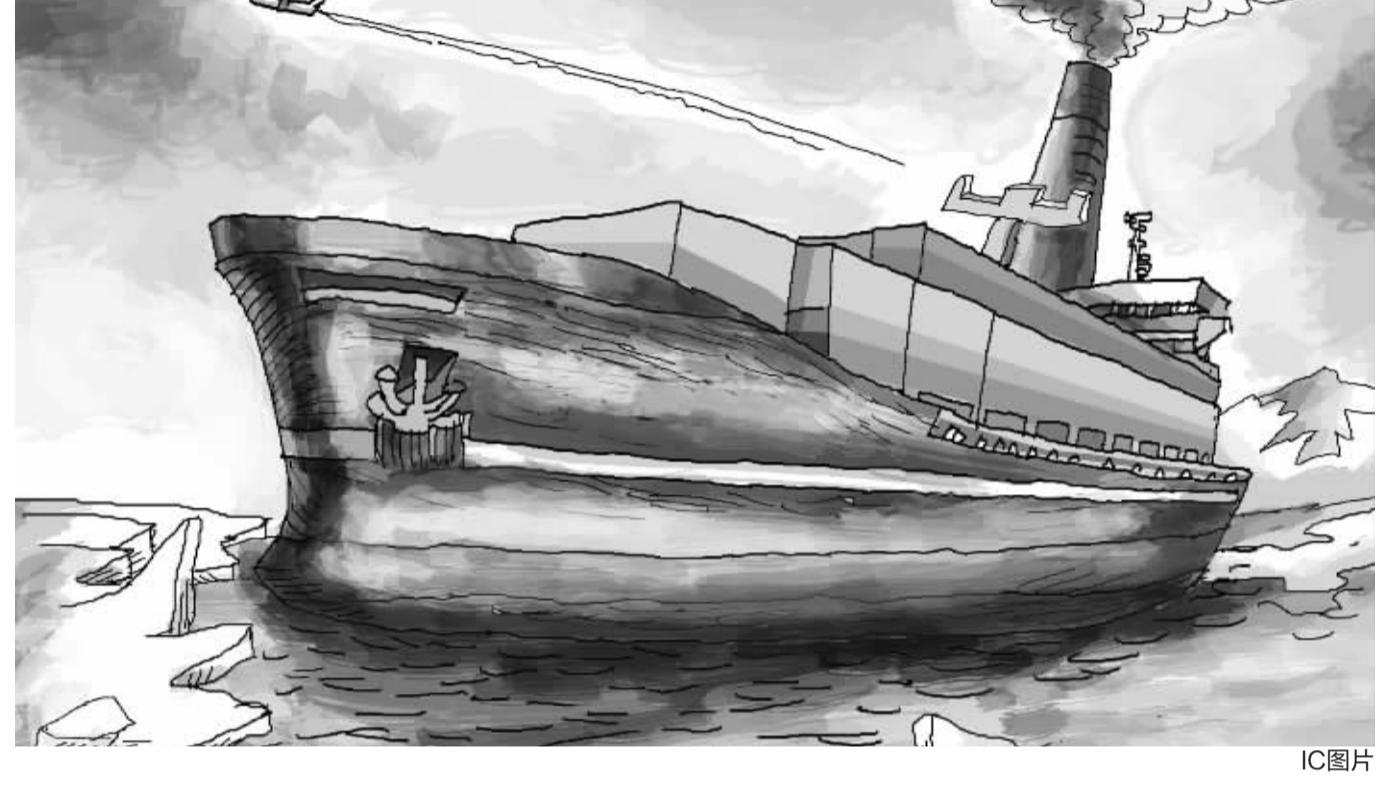
寻常增发引发股价两月暴涨一倍

福星晓程技术出海掘金加纳胜算几何

□本报记者 傅嘉

日前，福星晓程交出了上市以来最差的一份成绩单，前三季度公司扣非净利润下滑接近40%。事实上，福星晓程今年以来的日子很不好过，无论是公司基本面、财务报表数据，还是二级市场股价表现，均没有亮点呈现，而且原大股东退出、募资补窟窿、海外项目迟滞，都可以解读为利空。然而，8月份，一起稀松平常的定向增发，却成为引爆福星晓程估值上攻的起点，短短两个月内，公司股价已单边上涨超过一倍，成为同期创业板除新股外最大的牛股之一。

为什么资金要在这样的时间点追捧这样一家上市公司，福星晓程究竟靠什么去吸引市场的目光？多位产业和投资界人士向中国证券报记者表示，与此次增发挂钩的是市场预期福星晓程在加纳的多个项目正处于爆发前夜，增发的实施标志着公司此前不达预期的加纳项目进展将大为提速。不过，加纳离大多数投资者毕竟遥远，尽管有市场人士乐观预计公司2015年每股收益将达到2.5元，但股价的支撑不能总是靠预期，福星晓程必须在明年拿出真金白银的财务报表，否则，水落石出之时，将难逃“裸泳”的尴尬。



IC图片

管理层立军令状重拾信心

一位长期跟踪福星晓程的分析师指出，未来福星晓程的业务重心和资源将迅速向加纳项目转移。“一个鲜明的例证就是，公司第一大股东、董事长程毅本人和公司业务骨干现在都长期在加纳推进项目，大有破釜沉舟之势，这和其他公司实施海外项目的做法很不一样。”

2011年9月19日，福星晓程公告称，公司于2011年9月14日和加纳国家电力公司(ECG)签订《降低线损与相关电网改造的合同》，正式开始在加纳进行电网改造和运营业务，涉及用户45万户，降损收益由双方分成，公司占比80%。

有业内人士经过初步测算得出，公司一期可获得的年收入为3.98亿元，如以20%的销售净利率测算，则对应净利规模为近8000万元。根据合同附件财务模型以及ECG过去三年每年

电价及用电量增长情况推算，合同期内公司每年收益还将有10%的增长。

进军加纳电网改造和运营业务，预示着福星晓程的业务模式实质性改变，将由能源电子类厂商变身为能源行业总包商(EPC)。从该项目起步，近年来福星晓程在加纳已经拿下了多个项目，其中的核心是降损项目，其他还包括一个20兆瓦的光伏电站项目、一个配电项目、一个BOT项目(主要是给加纳当地用户更换智能电表)。

在本次增发中，公司拟定增募资2.58亿元。程毅向中国证券报记者表示，募资中的大部分将用于加纳项目投资。福星晓程董秘王含静介绍，以加纳项目中的大头降损项目为例，该项目投资总额在1亿美元左右，目前公司手头可投资资金只有4.5亿元人民币左右，尚存在1亿多元人民币的资金缺口。

海外业务进展低于预期，是福星晓程管理层最大的心病。“工程类项目都是先投人后有产出，若投建进度慢了，就意味着回款和收入节点成了大问题。这也是公司近几年业绩表现不佳的主要原因。今年以来，我们的海外项目建设进度加快了，但又集中产生了大量的应收账款需要在以后做计提，所以目前公司的财务数值才下降得如此之快。”王含静表示。

福星晓程目前有两个子公司是加纳项目的实施方，分别是持股65%的加纳CB电气和全资持有的晓程加纳，在未来相当一段时间内，它们是福星晓程业务的生命线所在。2012年10月，加纳CB电气宣布，原计划于2013年11月交付的BOT项目交付延迟。尽管福星晓程表示交付日期延至2016年11月，加纳CB将因此获得额外三年的运行收

益，但市场更关注项目为什么会迟滞。

程毅坦言，尽管加纳的政治经济环境不存在项目的终极风险，但是当时公司在当地刚做项目时确实受到了一些干扰，一些是来自于内部层面，更多是来自于对当地的情况不熟悉。比如当地的电网设施比想象中的要落后，还有就是当地的文化问题，这些问题在2013年后期才基本逐步解决，项目进展才得以提速。“目前，加纳项目也到了必须要提速的时候了。”他说。

公开资料显示，加纳项目共需安装45万只电表，今年要完成17~20万只的安装。而去年公司只安装了10万只左右，这意味着福星晓程加纳项目今年的业务速度可能大幅加快。按照公司最新规划，45万只电表要在明年底全部完成安装。也就是说，加纳项目从明年底开始将全面进入收获期。

分析师大胆预期盈利暴增

“福星晓程在加纳项目上的思路

很确定，不确定的是一些不可控因素。”一位分析师指出，“公司已经就加纳项目进度问题对外界立下军令状，令大胆的分析师敢于对公司未来盈利做出最乐观的预期。”

9月初，福星晓程曾公告称，公司收到ECG有关加纳阿克拉地区降低线损与相关电网改造项目电价调整的通知，将该项目中约定的结算电价由每度电12美分上调到14~14.4美分，提升幅度高达20%，结算起始日期整体追溯到2014年元月1日。

福星晓程中期报显示，公司上半年降损项目已经完成150多个台区12万台电表的安装。假设按照2014年装表17万只，满用电表15万只计算，电价上调将增厚业绩1800~2160万元人民币，直接增厚降损项目净利润20%。

这则公告引发了业内关于福星晓程诸个项目联动性的讨论。实际上，除了在建的光伏电站，在业绩方面，福星晓程在加纳的许多项目最终依托的都是降损项目，配电项目、BOT项目都是降损项目的外延，可以说，降损项目在未来一段时间内是福星晓程的业务核心。

外界对于加纳降损项目甚至于对加纳的认知度并不高。加纳是西非第二大陆经济体和政治经济综合环境最好的国家，新千年之后，其GDP进入快速增长期。公开数据显示，2001年加纳GDP仅50多亿美元，2013年这一数字已经跃升至480亿美元左右。据加纳国家通讯社报道，2013年加纳GDP增长高达7.1%。作为之前的英国殖民地，加纳保留了英美良好的法制环境，独立后没有爆发过大规模战争、普遍信仰

基督教、政治稳定等因素也使得加纳的综合环境在非洲国家中较为优质，这也给其GDP高速发展打下了基础。但随着经济的高速发展，加纳地区用电的短板开始暴露，缺电是当地的常见现象。而且，由于技术落后，加纳的电力在运输过程中的损耗率巨大。

福星晓程之前披露的资料显示，ECG输电的损耗率在改造之前达到了惊人的32%。这意味着ECG向电厂购买100度电，最终只有68度电算是卖出去了。“这其中既有电网落后的因素，也包括偷电现象严重，以工矿企业为主体参与的偷电事件在当地时有发生。”上述分析师表示，福星晓程的降损项目便是通过其技术改造，将损耗率降低至7%左右。这意味着降损项目每100度电就会给ECG带来25度电的增量。

福星晓程加纳降损项目的业务模式是，公司掏钱帮助ECG完成线路的改造，然后从25度电的钱中收取80%的收益，另外的20%的收益归ECG所有，十年之后，该电网完全交给ECG运营，公司不再享有收益。按照财务数据测算，福星晓程在十年的运营期间，大约用五年的时间可收回项目建设成本，剩下的五年属于公司全面盈利阶段。线路建成之后的运营费用极少，可以忽略不计。

“如果考虑到非洲的国情，这个项目的逻辑是很容易理解的。”该分析师表示，加纳政府自身是缺钱的，如果走世行的贷款，难度较大，数额不说，且世行对贷款用项十分严格，批给你干什么，你想要置换项目是肯定不行的。对于ECG而言，该项目符合

自身的利益诉求，首先每100度电中，公司在初期可以获得5度电的增量收入，十年之后25度的增量全部归自己所有，而建设电网的钱，几乎不用自己出。

对于福星晓程而言，其也将获得较好的收益，公司做国内传统产品毛利率不会超过35%，而加纳项目运营之后综合毛利率在50~60%左右，个别甚至可以达到70%，并且打开了一个蓝海市场。可以说，这笔买卖是双赢的。

不过，外界对于做上游起家的福星晓程能不能玩得转这一项目一直是有疑问的。王含静向中国证券报记者表示，以中国的技术达到7%左右的损耗率，并不是非常难。福星晓程在对加纳电网的改造方面，技术上首先从电表入手，自己研发电表，并进而衍生出一套解决方案，可以实现各个节点的监控，通过监控流量可以发现哪个节点的电量出现了异常耗损，后台便可依此来寻找出谁在非法偷电。另外，通过安装电表，这些覆盖的地区都从后付费变成了预付费，在一定程度上解决了过去ECG钱收不上的老难题。

“该项目在财务上的优势，便是其回来的都是现金流。并且，通过快速转动的现金流，福星晓程可以为以后的业务开展打下基础。”上述分析师介绍，2011年公司表示要实施该项目时，业内看好这一项目就是基于这一原因。

但后来的事实证明，项目的财务模型无法覆盖一些不可预知的风险。由于各种各样的原因，福星晓程加纳项目在推进上低于预期，而前期投入的钱短期内收不回来，从而令公司财务数据表现不佳。在妥善解决好当地一些问题之后，加上此次增发“补

血”，福星晓程加纳项目有望在迟滞一段时间后重回快速通道。

福星晓程方面坦言，加纳项目在实施过程中遇到了之前没有想象过的许多问题，主要是公司之前缺乏类似项目的经验，建设环节和沟通环节都出现了一些意外。“股权结构改变之后，公司管理层一致认为现在加纳项目必须要提速，公司决定在明年年底前要全部完成电表的安装，这意味着这个项目从后年就要全线开始运营了。该项目也不是全部安装完了才收钱，是开通一段收费一段的。由于公司今年的进度比较快，所以2015年初这个项目的效益便会反映到财务报表上。”公司有关负责人称。

福星晓程在加纳还有另外一个项目——光伏电站。福星晓程2013年10月就承建加纳阿克拉20MW光伏电站项目对外公告。据测算，该电站建成后，第一个完整年度可实现净利润400~500万美元。今年8月公司曾对外称，目前该电站项目建设进程过半。

综合公司之前的公告测算，有分析师大胆预计，福星晓程降损项目年利润为2亿元，BOT项目年利润为2500万元，BT项目年利润为4000万元，20兆瓦光伏电站项目年利润为3500万元。在福星晓程此次增发之后，公司的总股本将扩充至1.2亿股。安信证券研报指出，在加纳政府重点支持并上调合同电价，商业模式复制可预期，公司业绩拐点及后续项目开发加速的多重背景下，公司2014、2015、2016年的EPS将达到0.46元、2.5元和4.4元。预期的盈利暴增，或许为市场大幅提升对公司的估值提供了底气。

市场笃信创始人掌舵将释放业绩

财务投资人福星系的退出、创始人重新掌舵，则令市场对公司治理的担忧消退，取而代之的是管理层为自身利益而有动力释放业绩的预期。

2010年，福星晓程登陆创业板，其前身是目前公司大股东、董事长程毅在上世纪90年代创办的晓程工贸。1963年出生的程毅，工程师出身，晓程工贸的创立同大多数中国科技企业一样是“技术+资本”模式的体现。在公司上市之前，来自湖北的福星集团注资晓程，成为大股东，公司也改名为福星晓程。

一位投行人士向中国证券报记者介绍，福星集团的主要业务是房地产业，当时的背景是福星自身受益下游景气度高企持有大量的现金，而晓程自身在集成电路行业又是一家发展不错的公司。该人士表示，由于福星自身并不从事电子类业务，因此对福星的投资偏向于财务投资，其主要的资源来自于资金支持，而在产业资源方面帮助有限。

福星晓程的主要业务是电力终端载波芯片，A股公司中同行企业有东软载波、浩宁达、林洋电子、三星电气等，但各家的业务又有所区分，福星晓程偏向于芯片设计，东软载波早期主要是购买芯片写入程序，浩宁达、林洋电子、三星电子主要是做电表成品，按照行业划分应该属于福星晓程的下游。福星晓程刚上市那几年，国内的智能电网正处于快速发展阶段，但福星晓程那几年的业务开拓和行业发展并不匹配，总体业绩表现差强人意。

福星晓程股权结构在去年下半年发生了变化。代表福星方面股东之一的武汉联赢开始减持公司股票，经过今年以来的大手笔减持，目前武汉联赢已经将福星晓程的股票全部出清。在此之前，福星晓程的另一家福星系股东武汉福星生

物药业公司也早已基本出清了公司的股票。这样，原先持股为28.74%的程毅，成为了公司的第一大股东。

和福星系股东退出相反，程毅却选择了增持。8月1日，福星晓程发布定增预案，公司拟向实际控制人程毅以不低于25.82元/股的价格非公开发行不超过1000万股，募集资金不超过2.58亿元。该次增发实施之后，程毅在公司中的第一大股东地位将更加牢固。

在外界看来，这种上市公司定增补血也好，或是股东变相增持也好，类似的故事并不算新鲜。但打开K线图却发现，这起不起眼的公告，却成为了股价被引爆的导火索。

“梳理福星晓程的发展历程可以看出，程毅一直是公司技术和经营层面的灵魂人物。”上述投行人士表示，程毅在公司上市之后并没有因为业绩低迷选择套现，而是选择在此时增持公司股票，反映出他对公司未来业绩的看好。他说，作为公司的大股东，肯定是最利益的最大诉求方，做出增持行为无非基于以下几点：一是觉得如今的估值划算，二是借此加强公司治理，三是看好未来的业务表现。

在创始人掌控全局之后，福星晓程的业务向何处去，同样是外界关注的焦点所在。上述投行人士认为，该次增发并不是为了增量项目，仍然是对福星晓程存量项目的资金补充。而在治理层面，由于福星系全部退出，外界已经有预期认为公司的名称可能将发生变化。

王含静在接受中国证券记者采访时承认确有此事。“之前公司的名称主要还是体现股东之间的关系，如今福星系已经退出，公司确有计划考虑更换公司名称，管理层希望在公司名称中尽量体现公司的业务或者技术，至于最终叫什么，管理层目前尚未达成一致。”

模式可行 后期执行力是试金石

时至今日，对于福星晓程在上市一年后即迅速调整业务模式方向的问题，业内仍有争论。外界有看法指出，尽管国内智能电网建设速度已经过了最高峰，但是未来一段时间内这个市场容下一家创业板公司的体量没有任何问题。而福星晓程高管则认为，上市之后，公司管理层预见到了两个问题，一是未来的利润肯定要被摊薄，二是有许多项目的路条在国内无法取得，这些成为了公司最终朝CB转型的一个原因。

上述分析师较为认同公司层面的看法。他表示，以福星晓程的资质和实力，在加纳实施的项目在国内是根本拿不到的，这是政策、业务规模和市场环境多重环节决定的。而作为民企，评估一个项目肯定以利润为第一出发点。“两个项目，一个内部收益率是25%，另外一个是35~40%，这个选择题，对公司来说很好做。”

“福星晓程的路数，说白了就是技术输出。这样的事情，20~30年前，欧美企业对中国做过。这些年，就拿电力领域来说，国家电网也一直在做。可以说，福星晓程在加纳项目上扮演的角色和国家电网是差不多的，只不过，由于业务规模和实力的原因，福星晓程没有办法承接特别大的项目。而民企一切以利润为重，所以选择的方向，就是非洲一个稳定的国家里经济最发达的地区，以此来锁定风险。”

纵观国家电网近年来的动向，其业务输出海外的情况举不胜举。今年8月份，国家电网全资子公司——国家电网国际发展有限公司与意大利存贷款公司(CDP)签署协议，收购CDP全资子公司CDP RETL公司35%的股权，交易金额达到21亿欧元。这是中国目前在意大利最大一笔单笔投资。近年来，国家电网公司先后在菲律宾、巴西、葡萄牙、澳大利亚、香港、意大利等国家和地区完成了多项投资。据悉，国家电网定下明确的目标：到2015年、2020年，海外电力资产规模分别达到该公司总资产的8%、10%，国际业务利润贡献率分别超过15%、20%。数据显示，截至2014年6月，国家电网境外投资实际出资近30亿美元，境外股权投资超过110亿美元，境外资产规模超过230亿美元。

一位电力行业人士向中国证券报记者表示：“我国的智能电网一直坚持采用自主的技术，且下游市场一直较好，这使得我国的智能电网技术在全球拥有核心的竞争力。目前国内这样的优势行业并不多，也正因为如此，智能电网技术的海外输出在盈利上能够较好地实现。”

王含静也向中国证券报记者透露了

之前公司为什么会选在加纳开展项目背后的一些情况。在福星晓程上市之前，CB电气作为加纳的一家华裔公司，即是福星晓程的客户。当时，CB电气在购买福星晓程的设备后遇到一些问题，需要技术团队前去调试，公司高管得以通过CB电气了解到加纳地区电力市场和基础设施建设的情况，发现其中有较大的市场。

“当时就想拉着CB电气把业务做大，但那时候公司没有钱，也没法向CB电气开口谈收购的事情。后来，上市融资有了一些现金，而且通过一段时间的摸底，在当地继续深入了解了一下，发现项目是可以施行的。因此，就合资成立了加纳CB电气。加纳CB主要是实施电表BOT的项目。后来为了实施降损、电站、配网等项目，又成立了全资控股的晓程加纳。公司在加纳的两个子公司就是这么来的。”

通过之前的各方资料分析推演，剔除一些复杂的财务推算，不难从中发现福星晓程海外业务推进的主线：一家本来来做上游的公司，偶然在海外发现了一片蓝海市场和业务转型的大好机遇，自身又拥有可以变现的技术，于是，在国内市场收益率有限的情况下，下决心向海外市场突围，从而走在了电力民企海外弄潮的前列；在实施过程中，也遭遇到了诸多磕磕碰碰，业务推进一再低于预期，致使公司业绩受到拖累，引发业内对其这几年有些“不务正业”的质疑；今年以来，公司股权结构发生巨大变化，公司创始人拿到了董事会最大的话语权，决心把之前落下的进度在短期内迅速推进。

“福星晓程的海外项目从收益和模式上来说都是业内承认的，收益上可以大幅增厚收入和毛利，优化财务结构；模式上开了民企的先河，具有示范效应，且该类项目都是可以复制的。按照常理，有了项目经验，以后类似的项目实施起来会快很多。”上述分析师表示，“现在的二级市场更多还是预期推动，业内还是认为毕竟董事长程毅是最懂企业的人，他选择在此时增持并且推进项目，自然有其中的道理。”

“加纳项目开展至今已经三年，业内一直关注其实施进展究竟如何，而今年8月的增发是公司大力推进项目的积极信号。”一名谨慎的分析师则提醒，“随着时间的发酵，业内对福星晓程的关注将集中到业绩之上。公司项目在国外，分析师很难实地调研，项目推进进度究竟如何，公司的表态和市场预期是一回事，实际执行则是另一回事，分析师只能持续跟踪。公司后期的财务数据能不能真正走出低谷，将是福星晓程海外市场前景的试金石。”